

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

Company Data

| | |
|----------|------------|
| 자본금 | 955 십억원 |
| 발행주식수 | 13,729 만주 |
| 자사주 | 1,103 만주 |
| 액면가 | 5,000 원 |
| 시가총액 | 14,690 십억원 |
| 주요주주 | |
| 국민연금공단 | 9.09% |
| KT&G 자사주 | 8.03% |
| 외국인지분률 | 53.50% |
| 배당수익률 | 3.40% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(17/11/03) | 107,000 원 |
| KOSPI | 2557.97 pt |
| 52주 Beta | -0.02 |
| 52주 최고가 | 120,500 원 |
| 52주 최저가 | 95,500 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 35 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|--------|
| 1개월 | 1.4% | -5.1% |
| 6개월 | 2.9% | -10.7% |
| 12개월 | -5.3% | -26.6% |

KT&G (033780/KS | 매수(신규편입) | T.P 130,000 원(신규편입))

여러모로 매력적인 구간

- 11월 7일 결연형 전자담배를 공개할 예정
- 경쟁사 제품이 현재 가지고 있는 한계들을 극복한 제품으로 출시 예상
- KGC는 건기식 유통 채널 변화에 따른 수혜를 중장기적으로 받을 수 있는 상황
- 투자의견 Buy, 목표주가 130,000 원. 글로벌 피어 평균 EV/EBITDA 20% 할인 적용
- 신제품 모멘텀, 피어 대비 할인된 주가, 배당 수익률 감안 시 매력적인 구간

'달'과 '빳'의 성공 요건

7일 동사는 결연형 전자담배를 공개할 예정이다. 기존 흡연자들에게 결연형 담배를 대체시켜 줄 만큼의 충분한 맛과 만족감이 신제품 성공의 가장 기본적인 요인이 될 것이다. 동사가 결연형 담배에서 경쟁사 대비 뒤쳐지지 않는 제품력을 확보하고 있으며, 캡슐형과 같은 카테고리에서는 오히려 시장을 선도해 나가는 업체임을 감안하면, 상기의 기본적인 요인은 충분히 충족시킬 것이라 판단한다. 신제품이 1)캡슐형 담배의 형태로 출시되어 경쟁사와 차별화 되거나 2)'빳'이 아이코스 기계에서 호환될 경우, 3)2개비 연속 흡연 기능이 가능해지거나 4)가격 경쟁력을 갖출 경우 성공 가능성이 높을 것으로 판단하며 당사는 동사의 신제품이 상기의 조건들을 충족시킬 수 있을 것으로 판단한다.

건기식 유통 채널의 변화는 KGC에 유리한 구조

KGC는 '18년 다시 두 자릿수에 가까운 매출 성장세를 시험할 것으로 전망한다. 현재 건기식은 H&B, 인터넷, 대형마트, 편의점 채널에서 높은 성장세를 보이고 있다. 해당 채널의 확산은 1)브랜드 인지도가 높은 건기식 회사, 2)PPL 등 마케팅에 대규모 비용을 투입할 수 있는 회사, 3)확장할 수 있는 히트제품이 있는 회사들에게 수혜를 가져온다. 동사는 세 조건을 모두 갖춘 회사로서 건기식에서도 안정적인 성장을 지속할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 130,000 원으로 신규 분석 개시

투자의견 Buy, 목표주가 130,000 원으로 신규 분석을 개시한다. 목표주가는 글로벌 피어 담배 회사의 18년 예상 실적 기준 평균 EV/EBITDA에 20% 할인을 적용하여 산출하였다. 경쟁사 대비 내수 비중이 높은 점을 감안하여 멀티플을 할인하였다. 1)신제품에 대한 기대감, 2)글로벌 피어 대비 저평가 되어 있는 주가, 3)현재 주가 기준 현금 배당 수익률 3.6%(3,800 원)가 예상됨을 감안 시 현재는 분명히 매력적인 구간이라 판단한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 4,113 | 4,170 | 4,503 | 4,730 | 4,962 | 5,295 |
| yoy | % | 7.6 | 1.4 | 8.0 | 5.0 | 4.9 | 6.7 |
| 영업이익 | 십억원 | 1,172 | 1,366 | 1,470 | 1,508 | 1,580 | 1,694 |
| yoy | % | 15.6 | 16.6 | 7.6 | 2.6 | 4.8 | 7.3 |
| EBITDA | 십억원 | 1,334 | 1,528 | 1,628 | 1,689 | 1,745 | 1,854 |
| 세전이익 | 십억원 | 1,158 | 1,414 | 1,588 | 1,471 | 1,626 | 1,760 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 826 | 1,036 | 1,231 | 1,039 | 1,148 | 1,243 |
| 영업이익률% | % | 28.5 | 32.8 | 32.7 | 31.9 | 31.8 | 32.0 |
| EBITDA% | % | 32.4 | 36.6 | 36.2 | 35.7 | 35.2 | 35.0 |
| 순이익률 | % | 19.8 | 24.8 | 27.2 | 22.0 | 23.2 | 23.5 |
| EPS | 원 | 6,013 | 7,544 | 8,968 | 7,567 | 8,363 | 9,054 |
| PER | 배 | 12.7 | 13.9 | 11.3 | 14.1 | 12.8 | 11.8 |
| PBR | 배 | 1.9 | 2.3 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 배 | 7.4 | 8.6 | 7.3 | 7.2 | 6.4 | 5.4 |
| ROE | % | 15.1 | 17.5 | 18.6 | 14.2 | 14.0 | 13.2 |
| 순차입금 | 십억원 | -813 | -1,365 | -2,265 | -2,644 | -3,720 | -4,837 |
| 부채비율 | % | 30.0 | 38.2 | 37.9 | 35.1 | 31.4 | 28.8 |

Valuation & 실적추정

KT&G EV/EBITDA Valuation

| | Value | Multiple | Fair Value | 비고 |
|-------------------------------|--------|----------|------------|--------------------------------------|
| 2018년 예상 EBITDA | 17,450 | 9.4 | 163,332 | 글로벌 담배 회사 2018년 예상실적 기준 평균 EV/EBITDA |
| 순차입금 | | | (2,644) | |
| Shares outstanding ('000) (d) | | | 126,265 | 보통주 발행주식수 - 자기주식수 |
| Fair value per share | | | 131,451 | |
| Target Price | | | 130,000 | Upside = +21.5% |

자료 : Bloomberg, SK 증권

주 : 글로벌 담배 회사 British American, Japan Tobacco, Altria Group

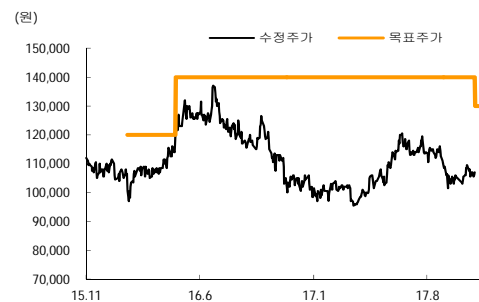
KT&G 분기별 실적 추정

(단위 : 억원)

| | | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 |
|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | Total | 45,033 | 47,304 | 49,616 | 10,913 | 10,881 | 12,202 | 11,036 | 11,787 | 11,617 | 12,789 | 11,110 |
| | KT&G | 29,682 | 30,769 | 31,717 | 7,012 | 7,455 | 7,538 | 7,676 | 7,260 | 8,013 | 7,895 | 7,602 |
| | KGC | 11,076 | 11,870 | 12,976 | 2,956 | 2,535 | 3,454 | 2,131 | 3,418 | 2,542 | 3,672 | 2,237 |
| | 기타 | 4,275 | 4,665 | 4,923 | 945 | 891 | 1,209 | 1,230 | 1,110 | 1,062 | 1,222 | 1,272 |
| y-y % | Total | 8.0 | 5.0 | 4.9 | -4.0 | 5.4 | 7.6 | 27.3 | 8.0 | 6.8 | 4.8 | 0.7 |
| | KT&G | 5.2 | 3.7 | 3.1 | -8.9 | 10.2 | 7.3 | 14.1 | 3.5 | 7.5 | 4.7 | -1.0 |
| | KGC | 20.7 | 7.2 | 9.3 | 23.7 | 18.0 | 21.9 | 17.9 | 15.6 | 0.3 | 6.3 | 5.0 |
| | 기타 | -0.7 | 9.1 | 5.5 | -26.3 | -36.8 | -18.4 | 839.1 | 17.4 | 19.2 | 1.0 | 3.4 |
| 영업이익 | Total | 14,701 | 15,078 | 15,795 | 3,930 | 3,459 | 4,263 | 3,049 | 3,955 | 3,865 | 4,217 | 3,042 |
| | KT&G | 13,051 | 13,017 | 13,501 | 3,274 | 3,227 | 3,493 | 3,057 | 3,199 | 3,431 | 3,385 | 3,003 |
| | KGC | 1,749 | 1,993 | 2,181 | 689 | 351 | 686 | 23 | 792 | 386 | 770 | 45 |
| | 기타 | -99 | 69 | 114 | -33 | -120 | 85 | -31 | -36 | 47 | 62 | -5 |
| % Sales | Total | 32.6 | 31.9 | 31.8 | 36.0 | 31.8 | 34.9 | 27.6 | 33.5 | 33.3 | 33.0 | 27.4 |
| | KT&G | 44.0 | 42.3 | 42.6 | 46.7 | 43.3 | 46.3 | 39.8 | 44.1 | 42.8 | 42.9 | 39.5 |
| | KGC | 15.8 | 16.8 | 16.8 | 23.3 | 13.8 | 19.9 | 1.1 | 23.2 | 15.2 | 21.0 | 2.0 |
| | 기타 | -2.3 | 1.5 | 2.3 | -3.5 | -13.4 | 7.0 | -2.5 | -3.2 | 4.5 | 5.1 | -0.4 |
| y-y % | Total | 7.6 | 2.6 | 4.8 | -8.3 | 14.2 | 15.1 | 15.6 | 0.6 | 11.7 | -1.1 | -0.2 |
| | KT&G | 5.5 | -0.3 | 3.7 | -13.8 | 19.2 | 10.4 | 13.1 | -2.3 | 6.3 | -3.1 | -1.8 |
| | KGC | 31.1 | 13.9 | 9.4 | 43.0 | 12.0 | 29.5 | 167.7 | 14.9 | 10.1 | 12.3 | 91.7 |

자료 : KT&G, SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|--------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2017.11.06 | 매수 | 130,000원 | 6개월 | | |
| | 담당자 변경 | | | | |
| 2016.11.17 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -19.98% | -2.14% |
| 2016.10.28 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -13.14% | -2.14% |
| 2016.09.27 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -12.19% | -2.14% |
| 2016.07.22 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -11.31% | -2.14% |
| 2016.04.22 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -9.12% | -2.14% |
| 2016.01.22 | 매수 | 120,000원 | 6개월 | -9.92% | -0.83% |



Compliance Notice

- 작성자(서영화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 11 월 6 일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|--------|----|----|
| 매수 | 89.93% | 중립 | 10.07% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|--------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 5,571 | 6,621 | 7,108 | 8,373 | 9,771 |
| 현금및현금성자산 | 546 | 851 | 1,839 | 2,895 | 3,992 |
| 매출채권및기타채권 | 1,159 | 1,222 | 1,284 | 1,347 | 1,437 |
| 재고자산 | 2,119 | 2,265 | 2,380 | 2,496 | 2,664 |
| 비유동자산 | 3,102 | 3,192 | 3,273 | 3,265 | 3,266 |
| 장기금융자산 | 821 | 928 | 983 | 983 | 983 |
| 유형자산 | 1,790 | 1,602 | 1,623 | 1,584 | 1,550 |
| 무형자산 | 105 | 105 | 106 | 108 | 110 |
| 자산총계 | 8,673 | 9,813 | 10,381 | 11,639 | 13,037 |
| 유동부채 | 1,872 | 2,153 | 2,168 | 2,272 | 2,420 |
| 단기금융부채 | 234 | 146 | 60 | 60 | 60 |
| 매입채무 및 기타채무 | 194 | 196 | 206 | 216 | 230 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 526 | 541 | 530 | 511 | 492 |
| 장기금융부채 | 102 | 116 | 105 | 85 | 65 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 6 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 장기충당부채 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 부채총계 | 2,398 | 2,694 | 2,698 | 2,782 | 2,912 |
| 지배주주지분 | 6,209 | 7,046 | 7,625 | 8,795 | 10,059 |
| 자본금 | 955 | 955 | 955 | 955 | 955 |
| 자본잉여금 | 485 | 510 | 484 | 484 | 484 |
| 기타자본구성요소 | -337 | -328 | -328 | -328 | -328 |
| 자기주식 | -337 | -328 | -328 | -328 | -328 |
| 이익잉여금 | 5,232 | 6,009 | 6,593 | 7,741 | 8,984 |
| 비지배주주지분 | 67 | 73 | 58 | 62 | 66 |
| 자본총계 | 6,276 | 7,118 | 7,683 | 8,856 | 10,125 |
| 부채외자본총계 | 8,673 | 9,813 | 10,381 | 11,639 | 13,037 |

현금흐름표

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 1,259 | 1,498 | 1,097 | 1,157 | 1,178 |
| 당기순이익(손실) | 1,032 | 1,226 | 1,040 | 1,149 | 1,244 |
| 비현금성항목등 | 541 | 481 | 653 | 596 | 610 |
| 유형자산감가상각비 | 151 | 152 | 176 | 160 | 154 |
| 무형자산감가상각비 | 11 | 6 | 5 | 6 | 6 |
| 기타 | 31 | 11 | 61 | 0 | 0 |
| 운전자본감소(증가) | 13 | 176 | -135 | -111 | -160 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -186 | -16 | -69 | -63 | -90 |
| 재고자산감소(증가) | -146 | -153 | -115 | -116 | -168 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 88 | 32 | 2 | 10 | 14 |
| 기타 | 256 | 313 | 46 | 58 | 84 |
| 법인세납부 | -326 | -384 | -460 | -477 | -516 |
| 투자활동현금흐름 | -748 | -703 | 438 | -77 | -58 |
| 금융자산감소(증가) | -542 | -502 | -60 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -200 | -150 | -200 | -120 | -120 |
| 무형자산감소(증가) | -3 | -8 | -8 | -8 | -8 |
| 기타 | -3 | -43 | 705 | 50 | 69 |
| 재무활동현금흐름 | -381 | -488 | -543 | -24 | -23 |
| 단기금융부채증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 56 | -55 | -67 | -20 | -20 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -428 | -428 | -455 | 0 | 0 |
| 기타 | -9 | -5 | -16 | -4 | -3 |
| 현금의 증가(감소) | 130 | 305 | 988 | 1,056 | 1,097 |
| 기초현금 | 416 | 546 | 851 | 1,839 | 2,895 |
| 기말현금 | 546 | 851 | 1,839 | 2,895 | 3,992 |
| FCF | 1,096 | 1,315 | 937 | 1,043 | 1,070 |

자료 : KT&G, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 4,170 | 4,503 | 4,730 | 4,962 | 5,295 |
| 매출원가 | 1,631 | 1,797 | 1,913 | 1,999 | 2,126 |
| 매출총이익 | 2,539 | 2,707 | 2,817 | 2,962 | 3,169 |
| 매출총이익률 (%) | 60.9 | 60.1 | 59.6 | 59.7 | 59.9 |
| 판매비와관리비 | 1,173 | 1,236 | 1,309 | 1,383 | 1,475 |
| 영업이익 | 1,366 | 1,470 | 1,508 | 1,580 | 1,694 |
| 영업이익률 (%) | 32.8 | 32.7 | 31.9 | 31.8 | 32.0 |
| 비영업손익 | 48 | 118 | -36 | 47 | 66 |
| 순금융비용 | -24 | -31 | -39 | -47 | -66 |
| 외환관련손익 | 37 | 41 | -25 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 15 | 2 | 3 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 1,414 | 1,588 | 1,471 | 1,626 | 1,760 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 33.9 | 35.3 | 31.1 | 32.8 | 33.2 |
| 계속사업법인세 | 382 | 362 | 432 | 477 | 516 |
| 계속사업이익 | 1,032 | 1,226 | 1,040 | 1,149 | 1,244 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,032 | 1,226 | 1,040 | 1,149 | 1,244 |
| 순이익률 (%) | 24.8 | 27.2 | 22.0 | 23.2 | 23.5 |
| 지배주주 | 1,036 | 1,231 | 1,039 | 1,148 | 1,243 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 24.84 | 27.34 | 21.96 | 23.14 | 23.47 |
| 비지배주주 | -4 | -5 | 1 | 1 | 1 |
| 총포괄이익 | 1,001 | 1,227 | 1,064 | 1,174 | 1,268 |
| 지배주주 | 1,007 | 1,231 | 1,060 | 1,170 | 1,264 |
| 비지배주주 | -6 | -4 | 4 | 4 | 4 |
| EBITDA | 1,528 | 1,628 | 1,689 | 1,745 | 1,854 |

주요투자지표

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 14 | 8.0 | 5.0 | 4.9 | 6.7 |
| 영업이익 | 16.6 | 7.6 | 2.6 | 4.8 | 7.3 |
| 세전계속사업이익 | 22.2 | 12.3 | -7.3 | 10.5 | 8.3 |
| EBITDA | 14.5 | 6.6 | 3.7 | 3.3 | 6.2 |
| EPS(계속사업) | 25.5 | 18.9 | -15.6 | 10.5 | 8.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 17.5 | 18.6 | 14.2 | 14.0 | 13.2 |
| ROA | 12.8 | 13.3 | 10.3 | 10.4 | 10.1 |
| EBITDA마진 | 36.6 | 36.2 | 35.7 | 35.2 | 35.0 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 297.6 | 307.5 | 327.8 | 368.6 | 403.7 |
| 부채비율 | 38.2 | 37.9 | 35.1 | 31.4 | 28.8 |
| 순차입금/자기자본 | -21.8 | -31.8 | -34.4 | -42.0 | -47.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 161.1 | 242.2 | 286.8 | 470.8 | 569.3 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 7,544 | 8,968 | 7,567 | 8,363 | 9,054 |
| BPS | 45,224 | 51,319 | 55,539 | 64,058 | 73,268 |
| CFPS | 8,723 | 10,120 | 8,888 | 9,569 | 10,217 |
| 주당 현금배당금 | 3,400 | 3,600 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 15.7 | 15.3 | 15.9 | 14.4 | 13.3 |
| PER(최저) | 10.1 | 10.8 | 12.6 | 11.4 | 10.6 |
| PBR(최고) | 2.6 | 2.7 | 2.2 | 1.9 | 1.6 |
| PBR(최저) | 1.7 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| PCR | 12.0 | 10.0 | 12.0 | 11.2 | 10.5 |
| EV/EBITDA(최고) | 9.9 | 10.3 | 8.3 | 7.5 | 6.4 |
| EV/EBITDA(최저) | 6.1 | 6.9 | 6.3 | 5.5 | 4.6 |